



Strategie: Absolute Return mit Wandelanleihen

CONVERTIBLES BIETEN MEHR ALS EINEN RISIKOREDUZIERTEN AKTIENEINSTIEG. DIE LÖSUNG DES PERFORMANCE-DILEMMAS?

DR. GERHARD KRATOCHWIL, CHRISTIAN HUMLACH, CONVERT INVEST Eigentlich ist die Wandelanleihe das älteste strukturierte Produkt. Und eigentlich ist die Assetklasse der Convertibles eine der erfolgreichsten der letzten zehn Jahre. Und trotzdem wissen nur wenige um den Portfolionutzen von Wandelanleihen und besonders damit eine Absolute-Return-Strategie zu verfolgen. Denn: Die hybride Struktur von Wandelanleihen generell plus immer attraktivere Wandelbedingungen eröffnen zahlreiche Möglichkeiten, sich im aktiven Management zu betätigen.

Mehrwert gegenüber einer klassischen Renten-/Aktien-Allokation

Zunächst gilt es jedoch, sich von dem oberflächlichen Bild zu verabschieden, dass dieselbe asymmetrische Returnverteilung auch mit einer dynamischen Asset-Allokation zwischen Aktien- und Rentenexposure möglich ist. Selbst wenn eine direktionale und unmittelbare Änderung der Asset-Allokation erfolgen soll, so ist dies in der Praxis kaum so zeitnah und effizient möglich wie durch die Wandelanleihe selbst. Eine solche Asset-Allokation beinhaltet zudem keine Vola-Komponente, wie es die Wandeloption bei Convertibles ermöglicht. Zudem sorgen, mittlerweile zum Standard gewordene, Wandelbedingungen für Mehrwert: Zu nennen sind z.B. übliche Übernahmeschutz- wie auch Dividendenschutzklauseln. Erstere sollen für den Laufzeitverlust der Option im Falle einer Übernahme entschädigen. Die Modellrechnung hat beispielsweise für die Wandelanleihe von Bulgari eine Wertsteigerung von gut 40% im Falle einer Übernahme mit einer unterstellten Übernahmepremie von 20% zum aktuellen Aktienkurs gezeigt. Eine mittlerweile bei allen Emissionen übliche Dividendenschutzklausel beschreibt zudem die positive Anpassung des Wandlungsverhältnisses einseitig nur bei Dividendenerhöhung. Das Researchhaus Exane rechnet alleine aus dieser Komponente mit rund 1% absolutem Return für 2010.

Ein solides Wandelanleiheportfolio kann also durchaus Mehrwert liefern und eignet sich als Basisportfolio in der Asset-Allokation.



Dr. Gerhard Kratochwil ist Geschäftsführender Gesellschafter der CONVERT INVEST Financial Services GmbH, Wien.



Christian Humlach ist Produktspezialist bei der CONVERT INVEST Financial Services GmbH, Wien.

In einer dafür notwendigen konservativen bzw. Absolute-Return-orientierten Strategie ist jedoch genauestens darauf zu achten, welche Komponenten einen Nutzen liefern und welche Risiken besser eliminiert werden sollten. Während traditionelle Corporate Bonds weitgehend alleine auf die Durations- und Kreditrisikosteuerung reduziert werden können, ist das Feld der Wandelanleihen vielfältiger, aber auch chancenreicher.

Bessere Asymmetrie in Europa

Landläufig ist die Asymmetrie von Wandelanleihen der USP dieser Anlageklasse – Partizipation am steigenden Aktienmarkt über die Wandeloption bei gleichzeitiger Absicherung des Kapitals durch den Anleihecharakter bzw. Bondfloor. Ist das wirklich überall so? Studien am weltweit größten Markt, den USA, zeigen eine nur schwache Asymmetrie. Dieses Ergebnis sollte allerdings nicht überraschen: Fokus und Emissionstätigkeit liegen in den USA bei Aktienersatz und Income-Komponente, während in Europa die Nachfrage nach einem Rentenprofil dominiert. Der Bondfloor am US-Markt ist zumeist weit entfernt, weshalb die Anleihekomponente erst sehr spät als Absicherung greift und das asymmetrische Profil weniger zum Tragen kommt. Ähnlich gestaltet sich auch der Markt in den relativ digitalen und noch schwach liquiden Märkten in Asien. Viele Convertibles entsprechen dort einem Corporate Bond mit einer faktisch wertlosen bzw. weit aus dem Geld liegenden Option oder einem sehr hohen Delta (Aktiensensitivität) nahe am Aktienmarkt. Der hybride Bereich mit der „theoretisch“ optimalen Struktur im Deltabereich um die 50 ist in beiden Regionen unterrepräsentiert. Laut DB Research stehen rund 80 Titel mit Delta 20–80 etwa 180 an den Randbereichen gegenüber. Im europäischen Markt vertrauen Anleger auf die Stabilität und Sicherheit der Anleihekomponente und finden daher viele Titel mit attraktivem Risiko-/Return-Profil. Hilfreich ist auch die durchschnittlich höhere Kreditqualität und kürzere Duration in Europa, um die Risiken einer Absolute-Return-Strategie gering zu halten. Außer einem, nicht unwesentlichen, Währungsrisiko ist der Mehrwert eines globalen gegenüber einem europäischen Portfolio demnach in Frage zu stellen. Insbesondere, sofern bei einer Absolute-Return-orientierten Strategie die Volatilität des Portfolios möglichst gering gehalten werden sollte im Sinne einer möglichst optimierten Sharpe-Ratio.

Aktives Delta-Management ist selten, obwohl es die Volatilität reduzieren kann

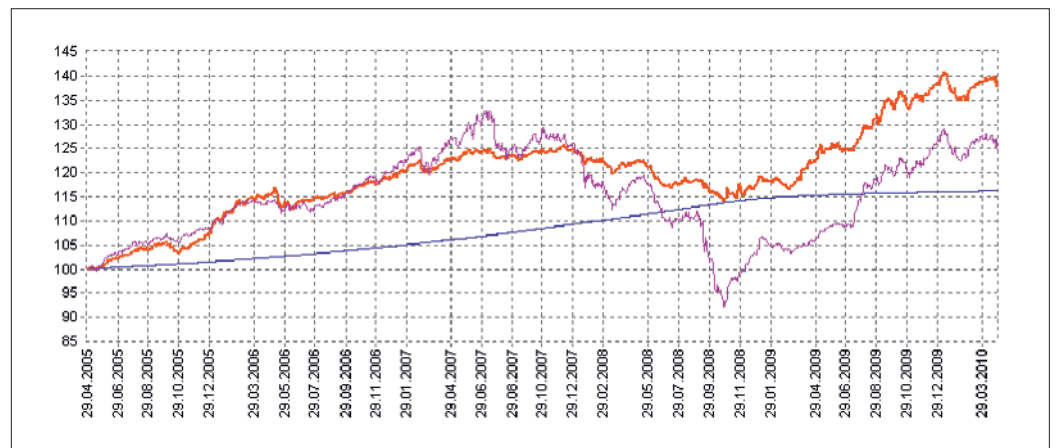
Obleich der guten Eigenschaften der Assetklasse erlebten die Investoren im Jahr 2008 ein Waterloo. Der UBS Convertible Bond Index verlor 24,6%. Während die Modellrechnungen eine optimale Positionierung eines Convertible-Portfolios im Delta-Bereich 50 aufzeigen und viele Convertible-Manager sich deswegen gerade dort relativ fix positionieren, werden gerade dadurch über Jahre gute Ergebnisse in Phasen hoher Volatilität signifikant verwässert und die Risikobudgets, insbesondere von institutionellen Anlegern, reichen nicht aus. Eine auf nachhaltig positive Ergebnisse ausgerichtete Strategie muss daher aktiv das Deltarisiko steuern. Im extremsten Falle bis auf ein Delta nahe 0, womit sich

ein traditionelles Corporate-Bond-Portfolio ergeben würde. Allerdings mit einem Plus: weit aus dem Geld liegende Wandeloptionen, die bei Convertibles eine lange Laufzeit aufweisen, um wieder ins Geld zu kommen. Trotz der vielen Möglichkeiten sollte ein Rückzug auf Geldmarkt oder auch Staatsanleihen möglich sein für den Fall von Extremszenarien und der Reduzierung der Vola des Portfolios.

Nutzen und Einsatz im Portfoliokontext

Wie anhand der CONVERT INVEST, des Pioniers für Absolute Return mit Wandelanleihen mit bereits langjährigem Track Record, abzulesen ist, kann mit einer derartigen Anlagestrategie eine relativ hohe Aktienpartizipation erreicht werden, obwohl die langfristige Volatilität des Portfolios auf Rentenniveau verbleibt. Eine Strategie wie die des CONVERT INVEST European Convertible & Bond Fund ist relativ konstant und mit durchschnittlichem Ertrag von über 5% p.a. besonders für Versicherungen, Pen-

Graphik 1: Absolute Return mit Wandelanleihen von CONVERTINVEST im Vergleich mit Convertible Index



Quelle: TIPAS; Stand: 30.04.2010
 Absolute Return mit Wandelanleihen von CONVERT INVEST im Vergleich mit Convertible Index (pink) und 3-Monatsgeld EUR (blau) über 5 Jahre

sionskassen und Stiftungen geeignet sowie für langfristig auf Kapitalerhalt und Ertrag bedachte vermögende Privatanleger. Während Anleihen im klassischen Sinne als inflationsanfällig gelten, bietet die Assetklasse der Wandelanleihen zudem Zugang zu der als Sachwert angesehenen Aktienlage ohne deren hohe Schwankungen.

Ausblick und Erwartung

Während erst etwa 1% des Fondsvolumens in Deutschland in Wandelanleihen investiert wurde, unterstützen die Zuflüsse in die Assetklasse den Wachstumstrend und das zunehmende Interesse. Aufgrund der bereits gut gelaufenen Spread-Einengung sowie der Erholung an den Aktienmärkten seit März 2009 ist das Performance-Potenzial einer nachhaltig auf positive Returns ausgerichteten Strategie mit Wandelanleihen wieder im längerfristigen Schnitt um die 5% zu erwarten. Gegenüber Geldmarkt und Staatsanleihen könnte dies eine ebenso gute Alternative sein wie als Ersatz für Investments in klassische Unternehmensanleihen ohne Aktienoption.